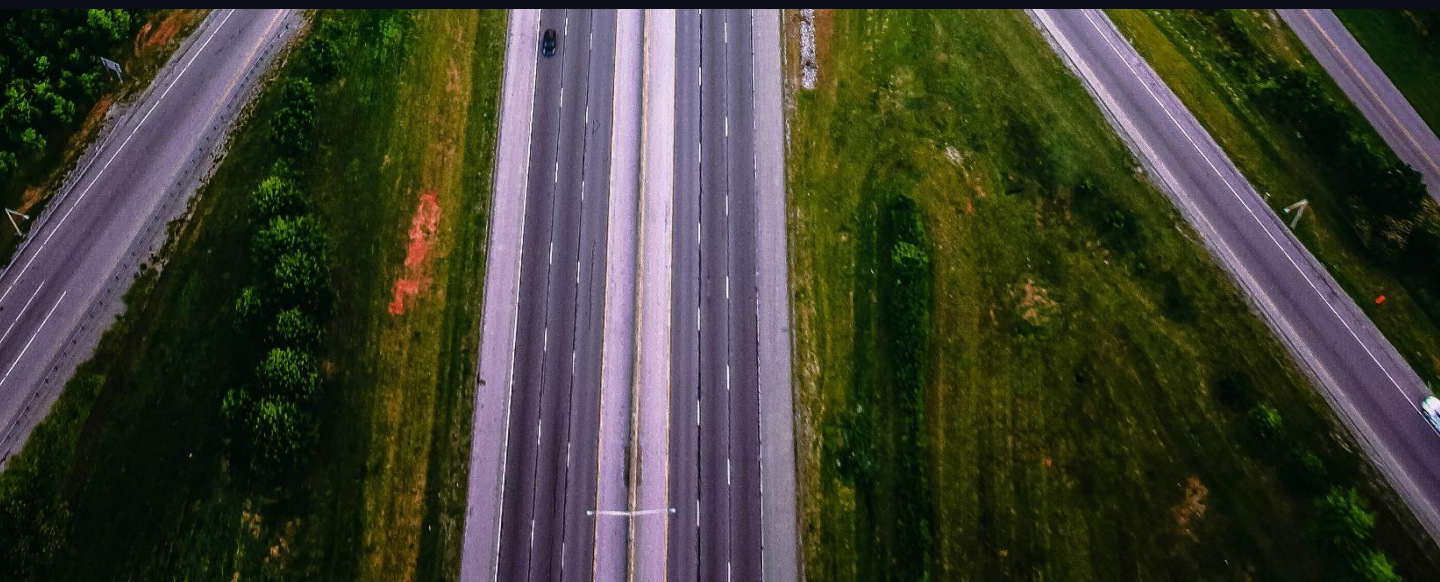




Comentario Mensual Macroeconómico

Octubre 2025



Comentario Mensual Macroeconómico

Octubre 2025 — Federico Battaner, Director de Inversiones



Octubre ha sido un mes con pocas sorpresas a nivel macroeconómico. El shutdown del gobierno de Estados Unidos ha retrasado los principales datos de referencia y, ante su ausencia, la única guía para los mercados financieros fue el discurso de la Reserva Federal. En esta línea, el FOMC del día 28 supuso otra bajada de tipos de interés de 25 puntos básicos, dejándolos en el rango del 3,75%-4%, tal y como descontaba el mercado. Lo que no esperaban los analistas fue el discurso ligeramente hawkish llevado a cabo por Powell, en el que aseguró que la bajada de tipos de interés en diciembre "no es un hecho". Esto alarmó a los inversores de renta fija y la parte corta de la curva se desvió hasta el entorno de 3,60 (2 años) desde los mínimos del año apenas registrados unas semanas antes en 3,42. También potenció la divisa local frente al resto de divisas mundiales.

Desde nuestro punto de vista la reacción ha sido exagerada, probablemente causada por inversores posicionados muy largos en ese tramo corto y que dio lugar a rebalances en sus carteras.

En Europa, el BCE no reveló ninguna sorpresa ni en su decisión sobre los tipos de interés ni en su posterior discurso. El organismo europeo mantuvo los tipos de interés en el 2% y el discurso de Lagarde reflejó también un tono ligeramente hawkish. Los datos macroeconómicos han mostrado una inflación controlada en la Eurozona del 2,1% y pensamos que esto matendrá el ciclo de tipos en la Zona Euro.

Francia continúa siendo el centro del foco político en la Eurozona. El primer ministro Sébastien Lecornu accedió en negociaciones recientes a suspender temporalmente la reforma de pensiones impulsada por Macron para obtener el respaldo del partido socialista (PS) y evitar así de nuevo otra moción de confianza. También anunció a los parlamentarios que no usaría el mecanismo constitucional controvertido de adopción forzada de leyes (artículo 49.3) para el proyecto de presupuesto de 2026. Esto muestra una señal de voluntad de negociar más que de imponer.

Estas concesiones y la actitud de negociación reflejan la debilidad del Ejecutivo ante una cámara fragmentada. Se está formando un escenario en el que el Ejecutivo debe pactar más con la oposición para sacar adelante los grandes textos, comenzando por el presupuesto. Las expectativas son una reducción del déficit público para 2026, en nuestra opinión, cercano al 5%. Esto lo situaría en una cifra inferior al 5,4% de la antigua previsión de 2025 pero lejos del 4,6% esperado con el gobierno de Bayrou.

En materia de aranceles, la primera semana de noviembre hemos visto como el Supremo realizó preguntas muy escépticas sobre las tarifas impuestas por Donald Trump y su administración bajo la IEEPA (International Emergency Economic Powers Act.) Ante un escenario en el que los aranceles se declaren ilegales, el POTUS tiene otras herramientas para materializar unos aranceles similares, por lo que creemos que, de nuevo, estamos ante un escenario de riesgo de titulares y un consecuente incremento de la volatilidad en los mercados.

Por último, a final de mes observamos un incremento significativo de la volatilidad y del estrés en los mercados monetarios. El SOFR subió 18 puntos hasta 4,22%, el mayor aumento en lo que va de año, reflejando presiones subyacentes en los mismos. Igualmente, el mercado de repos sufrió una fuerte volatilidad, el Overnight General Collateral Repurchase Agreement (Repo Overnight) repuntó hasta 4,29% el 3 de noviembre, antes de cerrar al 3,8%. Se prevé que la normalización se ralentice debido a las liquidaciones de la última subasta de letras del Tesoro estadounidense. Estos números se situaron por encima del tipo de interés sobre los saldos de reserva (IORB, Interest On Reserve Balances rate) de la Reserva Federal, fijado en el 3,9%, y fuera del rango del tipo de interés de EFFR (Effective Federal Funds Rate), que actualmente se sitúa entre el 3,75% y 4%.

Los mercados monetarios globales muestran tensiones a medida que los bancos centrales reducen sus políticas monetarias expansivas y los gobiernos aumentan la emisión de deuda.

El programa de recompra permanente de la Reserva Federal o "Standing Repo Facility" (SRF, por sus siglas en inglés) registró su mayor uso desde su implementación, lo que indica que los participantes del mercado buscan activamente apoyo de liquidez.

Para alivio del sistema, a lo largo de la semana siguiente la tensión se fue rebajando y el coste del repo volvió a niveles razonables. Los factores técnicos como las liquidaciones de bonos del Tesoro y las presiones de fin de mes se combinaron con preocupaciones más amplias sobre la liquidez, dado que la política monetaria sigue siendo restrictiva. La importancia de este evento lo veremos en las próximas semanas, si este pico en los costes de financiación no es temporal y la presión al alza continúa repitiéndose, la Fed tendrá que adelantar sus compras de activos en los mercados (QE) para aliviar la situación.

Renta Fija

Los diferenciales de créditos se mantienen en mínimos a cierre de mes. Creemos que la situación macroeconómica no afectará a la capacidad de pago de las empresas de forma generalizada. Pero nuestra visión sigue siendo que los diferenciales son tan ajustados contra gobierno que cabe preguntarse si la valoración no se sitúa en niveles demasiado exigentes. Una corrección de 10-20 puntos básicos no sería descabellada incluso sin noticias aparentes. Por otro lado, los déficits gubernamentales no ayudan a que este diferencial corrija, el mercado es muy eficiente evaluando los precios de las curvas de los gobiernos europeos y registra rápidamente en precio cualquier cambio de expectativa.

Esto da lugar a que al final del día sean los bonos gubernamentales los que registren una volatilidad relativa más alta que los de crédito de calidad, Investment Grade. Así, en este punto no podemos esperar un retorno extra por estrechamiento de diferenciales, no obstante, el yield que ofrecen ciertos bonos de empresas de calidad es atractivo en duraciones medias, belly de la curva en el entorno de 5 años, en relación al riesgo asumido.

El mercado primario continúa manteniéndose fuerte, con apetito en SSAs y covered especialmente. El crédito está alcanzando una demanda inferior, pero con suficiente fortaleza para no prever un cambio de tendencia. La

emisión de deuda pública en el mercado europeo alcanzó casi 123.000 millones de euros en octubre, lo que elevó la oferta total para 2025 por encima del volumen total del año pasado y consolidó un año récord para los prestatarios.

Los volúmenes acumulados en lo que va del año se sitúan en 1,79 billones de euros, en comparación con los 1,72 billones de euros recaudados en todo 2024, según datos recopilados y analizados por Bloomberg. El sector público lidera las ventas de deuda durante gran parte de 2025.

Renta Variable

El mes de octubre termina con un claro protagonista en los mercados de renta variable a nivel global: la inteligencia artificial. Se ha categorizado rápidamente a los ganadores y los perdedores de esta tendencia y las cotizaciones han reaccionado fuertemente al alza o la baja según el caso.

Por este motivo, hemos presenciado un mercado de dos velocidades, o incluso dos direcciones. Las grandes compañías tecnológicas americanas se encuentran en el bando ganador de esta tendencia, cada vez tienen más peso en los índices y han tirado de ellos con sus revalorizaciones. Sin embargo, la profundidad de mercado es muy pobre y la realidad subyacente de la mayoría de las compañías es diferente. Sirvan como ejemplo de este comportamiento dos datos: sólo el 26% de las acciones del índice S&P500 ha superado al propio índice y el S&P500 equiponderado ha tenido un resultado mensual negativo de -1,04% frente al +2,27% del S&P500.

Entre los grandes ganadores, merece una mención especial el sector de semiconductores. El índice Philadelphia Stock Exchange Semiconductor se ha revalorizado un 13,48%. Esto es gracias a los grandes proyectos de inversión en infraestructura tecnológica de última generación por parte de gigantes como Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta u Oracle. La otra cara de la moneda es que las valoraciones de estas compañías de hardware están alcanzando cotas muy exigentes y el riesgo ha aumentado considerablemente.

Por otra parte, en el bando perdedor están los sectores de software y servicios financieros. Muchas compañías anteriormente queridas por el mercado y valoradas a múltiplos altísimos gracias a sus maravillosos negocios, hoy en día

son castigadas en bolsa por el pensamiento de que la IA va a acabar con todas esas ventajas. En muchos casos, ni si quiera se ha comprobado el cambio de tendencia en ningún dato fundamental, pero el mercado anticipa, descuenta y luego comprueba. Siendo selectivos en las compañías, no es difícil encontrar buenas ideas de inversión en estos sectores.

Durante el mes de octubre, muchas compañías han presentado sus resultados del tercer trimestre y se puede afirmar con claridad que han sido muy positivos. En EE.UU. más de $\frac{3}{4}$ de compañías han publicado resultados, un 82% han batido las expectativas, presentando un crecimiento de beneficios del 12% año contra año. En Europa, casi la mitad de las empresas ha presentado, con un crecimiento en beneficios del 6% y un 60% batiendo expectativas.

En términos generales, siempre hemos pensado que la gestión activa tiene mucho valor que ofrecer; pero en este entorno de mercado, estamos especialmente convencidos de que una buena selección de excelentes negocios comprados a precios atractivos traerá adecuadas rentabilidades en el medio y largo plazo, independientemente del comportamiento de los índices bursátiles.

Este documento no es una recomendación de compra, aconsejamos a los potenciales inversores consulten, a sus asesores con carácter previo a cualquier inversión, sobre las implicaciones legales y fiscales de la inversión, así como, en su caso, sobre su conveniencia. Todo ello en el buen entendido que ninguna persona debe invertir en productos financieros sin tener la capacidad de evaluar, por sí o a través de su asesor, las ventajas y riesgos de esta.

Puede encontrar la información legal preceptiva y necesaria en la página web de Anta Asset Management SGIC: www.anta-am.com

Anta Asset Management SGIC es una Sociedad gestora con el CIF A-13937453 y registrada en la CNMV con el número 288.